

持有

静待浮法玻璃行业供需格局改善

信义玻璃 (0868.HK)

2025-03-07 星期五

投资要点

目标价: **8.68 港元**
 现价: 7.84 港元
 预计升幅: 11%

重要数据

日期	2025-03-06
收盘价 (港元)	7.84
总股本 (百万股)	4,357
总市值 (亿港元)	342
净资产 (百万元)	34,377
总资产 (百万元)	48,078
52 周高低 (港元)	11.62/6.45
每股净资产 (港元)	8.53

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

李贤义及关连人士 (24.61%)
 董清世 (12.06%)
 董清波及关连人士 (8.02%)
 李圣典及关连人士 (7.71%)

相关报告

深度报告-20210705/0806
 更新报告-20211230/20220304/0804
 更新报告-20230103/0321
 更新报告-20230630/0802/20240311
 更新报告-20240807

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2024 年盈利同比下降 31%，全年派息率 48.5%：**

2024 年公司录得收益 223.24 亿元人民币，同比下降 8.1%。公司股东应占溢利为 33.69 亿元人民币，同比减少 31%。每股基本盈利降至 79.23 分，末期股息每股 10 港仙，全年派息 41 港仙，派息率 48.5%。公司盈利下降主要受浮法玻璃需求不足带来价格下行、联营盈利大幅下降以及产线生产设备一次性减值及出售亏损。2024 年公司大规模减少长期贷款带来利息支出下降，后续资本开支减少，现金流增加，财务更加稳健。

➤ **浮法玻璃持续累库价格承压，静待行业供需格局改善：**

隆众资讯数据显示，截至 2025 年 02 月 28 日，供应：全国浮法日熔量 15.66 万吨，同比减少 9.6%；需求：全国深加工样本企业订单天数均值 6.8 天，同比-39.3%；库存：全国浮法玻璃样本企业总库存 6713.5 万重箱，环比+157.6 万重箱，环比+2.4%，同比+20.48%，折库存天数 31.2 天，较上期+0.8 天；价格：全国周均价 1334 元/吨，环比-9.80 元/吨。整体来看，浮法玻璃下游需求疲弱，地产、深加工企业复工复产不及预期，库存持续累积至偏高水平，价格将持续承压，行业供需格局有待进一步改善。

➤ **公司玻璃深加工优势显著，汽车玻璃盈利持续向好：**

浮法玻璃价格的下行带来深加工订单比如汽车玻璃成本端下降。展望 2025 年，预期汽车玻璃后装市场需求持续向上，公司高附加值差异化产品将保持竞争优势，马来海外产能扩充可以有效抵御美国关税冲击。

➤ **更新目标价 8.68 港元，给予持有评级：**

公司维持稳定高派息，2025 年动态股息率超过 5%。我们更新公司目标价 8.68 港元，相当于 2025 年和 2026 年 10.6 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 11% 上升空间，给予持有评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	24,294	22,324	23,345	24,372	26,120
同比增长(%)	-5.6%	-8.1%	4.6%	4.4%	7.2%
净利润	4,883	3,369	3,446	3,668	3,886
同比增长(%)	-4.8%	-31.0%	2.3%	6.5%	5.9%
每股盈利 (分)	117.6	79.2	81.6	86.9	92.0
PE@7.84HKD	6.2	9.1	8.9	8.3	7.9
每股股息 (港仙)	63.0	41.0	40.0	42.6	45.1
股息率	8.71%	5.67%	5.53%	5.89%	6.24%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2024 年盈利同比下降 31%，全年派息率 48.5%：

2024 年公司录得收益 223.24 亿元人民币，同比下降 8.1%。公司股东应占溢利为 33.69 亿元人民币，同比减少 31%。每股基本盈利降至 79.23 分，末期股息每股 10 港仙，全年派息 41 港仙，派息率 48.5%。公司盈利下降主要受浮法玻璃需求不足带来价格下行、联营盈利大幅下降以及产线生产设备一次性减值及出售亏损。2024 年公司大规模减少长期贷款带来利息支出下降，后续资本开支减少，现金流增加，财务更加稳健。

浮法玻璃持续累库价格承压，静待行业供需格局改善：

隆众资讯数据显示，截至 2025 年 02 月 28 日，供应：全国浮法日熔量 15.66 万吨，同比减少 9.6%；需求：全国深加工样本企业订单天数均值 6.8 天，同比-39.3%；库存：全国浮法玻璃样本企业总库存 6713.5 万重箱，环比+157.6 万重箱，环比+2.4%，同比+20.48%，折库存天数 31.2 天，较上期+0.8 天；价格：全国周均价 1334 元/吨，环比-9.80 元/吨。整体来看，浮法玻璃下游需求疲弱，地产、深加工企业复工复产不及预期，库存持续累积至偏高水平，价格将持续承压，行业供需格局有待进一步优化。

公司玻璃深加工优势显著，汽车玻璃盈利持续向好：

浮法玻璃价格的下行带来汽车玻璃成本端下降，利好汽车玻璃盈利增长。展望 2025 年，预期汽车玻璃后装市场需求持续向上，公司高附加值差异化产品将保持竞争优势，马来海外产能扩充可以抵御美国关税冲击。

更新目标价 8.68 港元，给予持有评级：

公司维持稳定高派息，2025 年动态股息率超过 5%。我们更新公司目标价 8.68 港元，相当于 2025 年和 2026 年 10.6 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 11% 上升空间，给予持有评级。

风险提示：

地产政策推进不及预期

原料价格、能源成本大幅上涨

玻璃需求低于预期

产能扩张不及预期

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	51.50	1,524	21.6	16.6	14.4	12.4	3.6	3.5	3.1	2.7
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	13.46	494	10.4	29.4	21.3	13.0	1.3	1.2	1.2	1.1
平均					16.0	23.0	17.9	12.7	2.5	2.4	2.1	1.9
000012.SZ	南玻A	HKD	4.95	118	9.2	18.9	16.6	12.7	1.1	1.1	1.0	1.0
601636.SH	旗滨集团	HKD	5.83	156	8.9	23.6	17.2	12.8	1.2	1.1	1.1	1.0
600586.SH	金晶科技	HKD	5.78	83	17.9	22.8	15.9	12.8	1.3	1.4	1.3	1.2
平均					12.0	21.8	16.6	12.8	1.2	1.2	1.1	1.1
0868.HK	信义玻璃	HKD	7.84	342	6.2	9.1	8.9	8.3	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	24,294	22,324	23,345	24,372	26,120	盈利能力					
营业成本	(16,476)	(15,594)	(16,618)	(17,126)	(18,323)	毛利率 (%)	32%	30%	29%	30%	30%
毛利	7,817	6,730	6,727	7,246	7,797	EBITDA 利率 (%)	17%	9%	6%	5%	5%
其他收入	565	835	700	700	701	净利率 (%)	20%	15%	15%	15%	15%
销售费用	(1,186)	(1,056)	(1,261)	(1,316)	(1,410)	营运表现					
行政费用及其他营业费用	(2,051)	(2,244)	(2,577)	(2,778)	(2,978)	SG&A/收入 (%)	8%	10%	11%	11%	11%
经营利润	5,142	4,186	3,589	3,852	4,109	实际税率 (%)	15%	21%	14%	14%	14%
财务收入	178	47	56	67	81	股息支付率 (%)	49%	49%	49%	49%	49%
财务费用	(456)	(181)	(135)	(150)	(167)	库存周转	76	76	76	76	76
应占联营公司损益	912	197	500	500	500	应付账款天数	49	49	49	49	49
税前盈利	5,775	4,248	4,010	4,269	4,523	应收账款天数	48	48	48	48	48
所得税	(880)	(876)	(561)	(598)	(633)	ROE (%)	15%	10%	10%	11%	11%
少数股东应占利润	12	3	3	3	4	ROA (%)	11%	7%	8%	8%	8%
归属股东净利润	4,883	3,369	3,446	3,668	3,886	财务状况					
折旧及摊销	2,070	2,378	2,716	3,086	3,491	总资产负债率 (%)	29%	28%	27%	28%	28%
EBITDA	4,161	2,051	1,429	1,333	1,199	净负债/股本	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
						收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
增长						总资产/股本	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
总收入 (%)	-6%	-8%	5%	4%	7%	收入对利息倍数	53.2	123.3	173.3	162.8	156.3
净利润 (%)	-5%	-31%	2%	6%	6%						

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	1,815	1,456	3,078	6,644	6,936
应收账款	6,624	6,638	3,101	3,238	3,470
存货	3,471	3,492	3,825	3,942	4,218
其他流动资产	497	205	631	671	725
流动资产	12,407	11,791	10,635	14,495	15,349
固定资产	16,603	18,911	18,207	19,695	22,050
其他固定资产	17,306	17,376	16,733	14,180	14,108
非流动资产	33,909	36,287	34,941	33,875	36,158
总资产	46,316	48,078	45,576	48,369	51,507
流动负债	10,344	11,125	9,805	10,811	12,052
应付帐款	4,448	4,653	2,254	2,322	2,485
短期银行贷款	4,789	5,431	6,245	7,182	8,260
其他短期负债	1,107	1,041	1,306	1,306	1,307
非流动负债	3,278	2,576	2,551	2,527	2,505
长期银行贷款	2,662	1,882	1,845	1,808	1,772
其他负债	616	694	707	720	733
总负债	13,621	13,701	12,357	13,339	14,556
少数股东权益	105	92	97	102	107
股东权益	32,590	34,285	33,122	34,929	36,844
每股账面价值(港元)	7.74	8.14	7.87	8.30	8.75
营运资金	2,063	666	830	3,683	3,297

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4,161	2,051	1,429	1,333	1,199
融资成本	464	181	135	150	167
营运资金变化	(1,111)	(1,470)	472	2,919	(911)
所得税	(515)	(876)	(561)	(598)	(633)
营运现金流	4,614	2,890	5,093	8,030	4,715
资本开支	(2,640)	(3,432)	(3,467)	(3,536)	(3,607)
其他投资活动	2,753	94	1,289	1,403	1,526
投资活动现金流	113	(3,339)	(2,178)	(2,133)	(2,081)
负债变化	(4,965)	1,470	140	(807)	(726)
股本变化	(15)	12	0	0	0
股息	2,521	2,399	1,652	1,690	1,799
其他融资活动	(3,244)	(3,691)	(2,964)	(3,093)	(3,292)
融资活动现金流	(5,702)	190	(1,171)	(2,210)	(2,219)
现金变化	(976)	(259)	1,743	3,687	414
期初持有现金	2,934	1,837	1,456	3,078	6,644
汇率变动	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)
期末持有现金	1,837	1,456	3,078	6,644	6,936

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。